

# 国际资本流动与泡沫经济简析

奚祥胜 陈天慈

(清华大学经济管理学院 北京 100084

厦门大学 福建厦门 361005)

**摘要：**泡沫经济是指那些由于经济投机活动而导致市场价格大起大落的现象。泡沫经济违反需求法则，它迟早要崩溃，从而导致经济动荡。国际资本特别是国际投机资本不仅聚集的速度很快，而且杠杆作用强，因此如果国际资本大量地流向泡沫经济部门，如股票市场和房地产市场等，就很容易把经济泡沫吹起来。如果一国出现了泡沫经济危机，最基本的办法是采取破产、注资、债务重组和整顿金融机构等方式来进行处理。

**关键词：**国际资本 泡沫经济 经济增长

## 一、泡沫经济的理论分析

经济泡沫与泡沫经济不是等同的概念。经济泡沫指的是在经济发展过程中经常出现的失衡现象，具体特征是上下起伏的经济周期。泡沫经济则专指那些由于经济投机活动而导致市场价格大起大落的现象(徐滇庆等, 2000)。两者的主要区别在于：市场机制会对经济泡沫起到制衡作用，无论速度快慢，最终在市场机制作用下总会出现一个均衡点；但是市场机制对泡沫经济则完全无能为力，因为在泡沫经济中完全不存在这样的均衡点。从投资信息不完全的角度看，两者的一个重要区别是人们在预期未来

价格时的逻辑思维方式不一样，经济泡沫遵循需求法则，而泡沫经济则违反需求法则，即在泡沫经济发作时，价格越涨，需求越旺，买涨不买落(徐滇庆等, 2000)。

泡沫经济的载体包括商品、债券、股票和房地产，以及艺术品、油画、钱币、邮票和古董等。这些载体的特点是，供求关系不易达到平衡，交易成本较低。泡沫经济之所以会发生，一部分原因是由于人们的投机心理造成的，另一部分原因是由于人们的非理性行为造成的，还有部分原因是由于少数人或机构操纵股票或房地产市场等造成的。泡沫经济迟早是要破裂的，原因是泡沫经济的产生和发展，必须以资金的源源不断供给为基础。对于一个国家来说，资金的供给总是有限的，银行部门为了追求利润，必然要竭力争取社会流动资金，然后投向泡沫经济部门。这样，一方面可能会出现银行超额贷款和银行信贷结构恶化现象，一旦遇到外来冲击，极易造成银行系统信用危机；另一方面可能会将生产领域的资金转移到投机领域，造成实体经济衰退和失业率上升。如果是开放的经济，高额的投资利润必然会吸引大量的外部资金流入，加剧泡沫经济繁荣，而一旦遇到风吹草动这类资金又会大量地外逃，从而连锁地导致整个经济系统崩溃。特别

是如果某些国际大炒家别有用心地肆意狙击某国，更会导致该国的泡沫经济崩溃。此外，当泡沫经济发展到一定程度的时候，人们对其预期可能会发生变化，一旦这种情况发生，马上就会中断泡沫经济发展链条，使泡沫经济破裂。总之，只要泡沫经济发展链条中的任何一个环节出现问题，都会使泡沫经济破裂。

泡沫经济的衡量比较困难，目前还没有很准确的指标来衡量泡沫情况。一般可以根据实际价格偏离基础价值的程度来进行判断。对于宏观经济泡沫，可以用金融相关比率、金融资产价格与 GDP 比率等指标来进行判断。对于股票市场泡沫，可以用市盈率、“Q”值(公司净资产的股市价值与其重置价值之比)、国债收益率与红利率比值、股票市值增长率与名义 GDP 增长率比值等指标来判断。

## 二、国际资本流动与泡沫经济

泡沫经济产生和发展的最基本条件是要有充足的资本。然而对于大多数发展中国家来说，资金短缺是一个普遍的现象。所以如果没有外部资金，泡沫经济不可能出现，即使出现发展速度也不会太快，规模也不会太大。然而近十几年来流入发展中国家的外资日益增长(如表 1 所示)，对发展中国家的经济发展产生了重要的影响。

外资流入可能会产生两方面的影

响:一方面,如果流入的外资主要用实体经济部门和基础部门的投资和发展,那么就会迅速地推动该国经济发展。因为对于许多发展中国家来说,它们具有丰富的自然资源和廉价的劳动力,缺少的只是资本和技术。外部资金流入之后,与当地的丰富的自然资源和廉价的劳动力相结合,很快就会推动当地的经济增

事实上,在大量流入的短期国际资本中,有相当一部分是属于国际投机资本。国际投机资本之所以在国际间流动,是为了在短期内获得较多的利润,它的流动性极强,但安全性较低。如果某国具备了产生泡沫的条件或者已经出现了泡沫,国际投机资本就会抓住机会,大肆向该国的泡沫部门注入资本金,很快就会

的生产部门不断地流向泡沫部门,其结果必然造成实体部门和基础部门的相对萎缩,从而在不同程度上制约了国家的经济增长,严重地损害了国家的综合国力。(2)损害工农业发展。泡沫经济所导致的投机活动,不仅占用了大量的工农业生产资金,而且破坏了市场竞争环境,扭曲劳动力资源的优化配置。泡沫经济还会造成银行出现大量的坏帐,一旦银行出现支付危机,就会殃及企业,使企业的正常生产出现困难。特别是泡沫经济的崩溃,会造成大量的企业破产和工人失业,严重地干扰了经济的发展。(3)扭曲股票市场的功能。股票市场的基本功能是筹集资金和调剂资本,泡沫经济的产生和发展显然扭曲了股票市场的这一基本功能。(4)助长地下经济。由于泡沫经济在短期内能够产生高额的回报,所以助长一些人成立“地下”投资公司来大肆进行炒作,许多国家和地区都出现过这种现象。(5)加大贫富差距和国民收入不平等。泡沫经济在短期内会使一些人暴富,同时又会使一些人倾家荡产,从而加大了社会贫富差距。(6)败坏了社会风气。泡沫经济造成的虚假繁荣和使一些人暴富,促使人们重投机,轻生产,减少储蓄,奢侈浪费,导致社会风气败坏。(7)扰乱金融系统正常运作和导致金融危机。泡沫经济增长促使人们对资金需求剧增,同时会促使利率的提高。在这种情况下,银行会尽其所能地扩大贷款,并降低对贷款的限制。结果扭曲了银行资产结构,增加了银行的风险,一旦遇到冲击就会爆发银行支付危机,从而连锁地导致全面的金融危机(徐滇庆等,2000)。

泡沫经济破裂的最直接后果是导致银行系统出现大量的坏账,使银行失去正常的运转能力,从而危及到相关企业乃至整个经济,造成大批企业和个人破

表1 流入发展中国家的资金

单位:10亿美元

	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
政府开发融资	4.6	13.9	24.6	26.2	44.9	48.0	43.0	42.4	44.6
政府其他融资	0.8	4.3	10.6	11.2	13.0	13.9	7.3	11.5	9.9
商业银行贷款	2.3	14.4	33.9	8.5	0.1	3.9	12.8	-2.2	-
债券	0.0	0.2	2.6	5.6	3.4	12.5	12.9	42.1	-
其他民间投资	1.1	3.7	13.4	7.7	11.5	2.1	15.7	5.8	-
外国直接投资	2.3	7.5	5.3	11.3	26.7	36.8	47.1	66.6	77.9
证券投资	0.0	0.0	0.0	0.1	3.8	7.6	14.2	46.9	39.5
总计	11.0	44.0	90.3	71.1	103.4	124.8	153.0	213.1	227.4

资料来源:世界银行《东亚资本流动管理》,1996年,转引自徐滇庆等:《泡沫经济与金融危机》,中国人民大学出版社2000年版,第306页,表17.1。

长。许多发展中国家引进外资的实践充分地证明了这一点。另一方面,对于多数发展中国家来说,它们在生产领域中吸收外资的能力是有限的,因为发展中国家普遍存在着社会制度不完善、基础设施落后、劳动力素质低和市场容量有限等方面的矛盾。所以只能够随着生产和经济的不断发展,而逐步地提高吸收外资的能力。在这种情况下,如果外资过多地流入到发展中国家,大量多余的资金就会流向具有高回报率和容易产生泡沫的股票市场和房地产市场。加之,发展中国家对股票市场和房地产市场缺乏必要的规章制度和成熟的管理经验,只要股票市场和房地产市场对外开放,大量的短期国际资本很快就会涌入股票市场和房地产市场,很容易就把经济泡沫吹起现,引进外资是一把双刃剑,既有积极的一面,又有消极的一面。

使泡沫膨胀起来。相反,如果国际投机资本觉察到该国的泡沫经济很快就要破裂,国际投机资本又会很快地将投机资本撤出该国,此举加速了泡沫的破裂。最具有代表性的国际投机资本是国际对冲基金,其基本特性是杠杆作用极强,往往能够调动多于自己资本的二三十倍资本在投机市场上进行炒作,动用的资金动辄上百亿甚至上千亿美元,九十年代以来国际对冲基金发展迅速,亚洲金融危机就与国际对冲基金的兴风作浪有关。

### 三、泡沫经济的对策与防范

泡沫经济的危害是极大的,它至少会导致以下几方面的不良后果:(1)降低资源配置效率。在泡沫经济产生和发展阶段,投资于泡沫部门(如股票和房地产等投机部门)的预期收益,一般要比投资于实体部门和基础部门的预期收益高。因此在利益驱动下,社会资金将从正常

产,使经济出现严重的衰退。所以,一旦出现泡沫经济破裂,必须分别情况采取适当的措施及时地进行处理。

破产是处理泡沫经济危机最直接、最简单和最有效的办法之一,因为破产符合市场经济原则,谁造成的后果谁负责。同时,破产还有警示作用,它可以作为其他金融机构和企业的反面教材。更重要的是,破产不流下后遗症,所有的债务一了百了,乘余的资产可以通过债务重组的方式进行利用,有利于提高要素利用效率,恢复经济发展。当然,破产也有不利的一面,如果是某些大银行和大企业破产,会造成大量的失业,甚至造成经济的严重衰退,影响经济和社会稳定。

注资是政府向陷入麻烦的银行和企业提供资金,以解决它们的资金周转困难问题。政府注资的前提条件是,政府要拿出一大笔资金。为此,政府可以通过两种方式筹集资金:一是增发货币;二是通过发行债券融资。增发货币有双重作用,一方面政府可以通过增发货币向资金周转困难的银行和企业注资,暂行抵消一部分债务,恢复银行的金融流动性,支持银行和企业正常运行;另一方面增发货币必然会导致通货膨胀,通货膨胀能够有效地消灭银行的呆账和坏账,减轻银行的债务负担。当然,通货膨胀在减轻和消除银行债务的同时,也会对经济造成严重的危害,恶性的通货膨胀甚至会引发社会动荡。所以除非迫不得已,一般情况下不用这种办法,即使使用也要将通货膨胀控制在适度的范围内。政府通过发行债券融资的方式向银行注资,可以避免通货膨胀之嫌。但是债券融资最终要还本付息,对于政府来说只能通过增税的方式解决,这样又会导致居民未来收入水平的下降,从而影响当前和未来

的消费与投资。可见,通过政府注资的方式来解决泡沫经济危机不是一个良策,它等于拿大家的钱来救助少数人,这不但违背了公平原则,而且会助长一些金融机构敢冒风险从事金融活动,带来严重的道德风险。所以除非对少数对国家经济影响较大或有恢复竞争力可能的银行进行必要的救助外,一般不采取这种方式。

债务重组是国际通用的一种较好的解决银行金融危机的方式。这里所说的债务重组有两层含义:其一,是指微观的债务重组。也就是,对危机银行的资产和债务进行重组,比如,向政府或外国银行借入部分资金用于缓冲偿债期,政府向银行注入必须的准备金和流动资金,以及将银行的部分债务转换为股份,等等。这种方式主要适用于那些出现短期流向性困难、素质较好和有望恢复竞争力的银行。其二,是指宏观的债务重组。也就是在全社会范围内,通过资本市场来实现银行间的并购、重组,淘汰素质较差的银行,使素质较好的银行资产结构更加优化,增强竞争力。同样,对于一些已经倒闭的企业或即将倒闭的企业,也可以通过宏观债务重组的方式来盘活剩余净资产。当然,债务重组也需要一定的资金支持,在这个时候,政府应当给予必要的支持。特别是应当积极地争取国际金融机构的支持,如果能够得到国际金融机构的支持,并且恰当地运用这部分资金,那么对解决金融危机是大有裨益的。

最后是整顿金融机构。整顿金融机构实际上是综合地运用上述几种方法,该破产的破产,该重组的重组,该注资的注资。同时加强对金融机构和企业的整顿和管理,完善金融和企业体制,健全竞争规则,改善银行和企业的资产负债结构,强化银行和企业的风险意识,提高银

行和企业的经营素质,实现经济的健康发展。

解决泡沫经济的最好办法是积极地采取措施,防止泡沫经济的发生,做到防患于未然。在现代开放经济条件下,由于金融创新工具的不断出现和国际资本流动的规模越来越大,特别是国际游资的大量出现,不但容易导致泡沫经济的发生,而且会象急性传染病一样在国际间迅速地传递,并且它所造成的危害也越来越大。亚洲金融危机就是一例。因此各国必须全面地采取措施,尽可能地消除导致泡沫经济的一切隐患,防范泡沫经济的发生。

#### 参考文献:

1. 刘立峰,《宏观金融风险——理论·历史与现实》,中国发展出版社 2000 年版。
2. 刘亚,《国际金融风险论》,中国金融出版社 1995 年版。
3. 徐滇庆等,《泡沫经济与金融危机》,中国人民大学出版社 2000 年版。
4. 张亦春等,《国际投机资本与金融动荡》,中国金融出版社 1998 年版。
5. 何秉孟,《亚洲金融危机:最新分析与对策》,社会科学文献出版社 1998 年版。
6. Joseph. E. Stiglitz, "Symposium on Bubbles", Journal of Economic Perspectives, Volume4, Number2, Spring1990.
7. Jahangir Aziz, "Currency Crises: In Search of Common Features", Working Paper, IMF, 1998.
8. Charles P. Kindleberger and Jean - Pierre Laffargue, "Financial Crises: Theory, History and Policy", Edited by Cambridge University Press, 1982.

(责任编辑 柳 翠)